

12 金融・証券・保険取引

70 ワラント債券投資勧誘と損害賠償責任

大阪地裁平成六年三月三〇日判決

(平成四年(ワ)第九三八号損害賠償請求事件)

(判例タイムズ八五五号二二〇頁)

〈事実の概要〉

酒類販売業者であるX(原告)は、その妻Aとともに従来からY証券会社(被告)に委託して証券取引を行ってきたが、取引はAに任せてきた。そしてXおよびAは、Y証券会社の外務員であるY₂(被告)の勧誘に応じて平成元年M金属ワラントを買付けたが、その際Y₂からワラントは値動きが非常に大きく、権利行使期限が過ぎれば価値がなくなる等との説明を受けた。またY₂から当該ワラント価格についてはこちらから案内するが、必要なら電話で問い合わせるようとの説明も得た。その後AはY₂の勧めによりこのワラントを売却し短期間で利益を得た後、平成二年一月二〇日、Y₂から二百萬店ワラント(ドル建て)(以後本件ワラントという)の買付けの勧誘を受け、同日Xを代理して本件ワラントを単価二四四ポイント(四〇三万三三〇〇円)で買付けた。Y₂はこの取引に際しては前回取引の場合と同様の説明をするともに取引を行った翌日にAに対してワラントについての説明書を交付し、かつ国内新株引受権証券および外国新株引受権証券の取引に関する確認書に署名押印を得た。さらにY₂証券会社はXに本件ワラント買付約定後、取引・

応募報告書を送付し、かつ権利行使最終日と「(以後無効)」と記載されていた本件ワラントの預り証を発行し、送付した。ところで、本件ワラントについては、当初は値上がりしていたが、しだいに値下がりを始め、その後一時値上がりし、二五ポイント程度で売却できるところまで上昇したが、再び値下がりし、以後下落を続けた。この間、本件取引に関しては、Y₂およびその後を引継いだBはAに対して数回にわたり本件ワラントの売却について助言を行い、かつ売却を促したが、Aは応じなかった。なお、その際Y₂らは、Aに権利行使期間を過ぎるとワラントが無価値になることを改めて説明している。

結局Aは、Xを代理して平成三年一月一日日本件ワラントを六〇万九千九百六十三円(単価三・七五ポイント)で売却し、三万一千五百八十四円の損害を被った。そこで、Xは、右損害はY₂およびY₂のXに対する不当な勧誘行為に基づく不法行為または債務不履行により発生したものであるとして、Y₂に右の損害額の賠償を請求して本訴を提起した。請求棄却。

〈判 旨〉

(一) ワラントがハイリスクな商品であ

り、公正慣習規則九号三、四条(当時)等基準に適合した顧客とのみ取引を行うことを証券業者に要請していることから、証券会社の一般投資家に対するワラントの勧誘が、当該投資家の財産状態、投資経験等に照らして明らかに過大な危険を伴う取引に積極的な勧誘したものと同程度と評価される場合には、当該取引の危険性の程度その他当該取引がなされた具体的な事情如何によつては、私法上勧誘が違法と評価されるべきことがありうるというべきである。ただ本件においては、XおよびAの保有資産額、従来からの投資経験の長さや投資内容等の点に照らして、Y₂の勧誘が明らかに過大な危険を伴う取引に積極的に勧誘したものとはいえない。

(二) ワラントの性質がハイリスク・ハイリターンであること、公正慣習規則九号五条(当時)等が取引開始に際して事前の説明書の交付や取引概要や取引に伴う危険性について十分説明することを要請しており、かつXおよびAが一般投資家としてワラントについての知識を有していなかったことから、勧誘に際しては、ワラントの商品内容および当該取引に伴う危険性について十分説明すべき義務があったが、本件ではXおよびAの投資経験、保有資産およびすでにワラント取引を経験していたことなどを考慮するとうべきであり、説明義務違反はない。

〈解 説〉

一 本件で問題となっているワラントとは、株式会社が発行する分離型新株引受権付社債(ワラント債)から分離された新株引受権を表章する証券をいい、証券取引法上の有価証券である。このワラントは、その発行に際して予め定められた行使価格によつて定められた時期までに新株を引受けることができる権利(新株

引受権)を表章する証券であり、その実質の価格は、行使価格と株価との差額に株価の上昇可能性を考慮した一定のプレミアムが附加されて定められた。したがって、ワラントの相場は当該株式の価格変動にスライドして変動するが、その変動幅は当該株式の株価変動よりはるかに大きいことから、株価の上昇時には投資額に比して大きなリターンが得られるとともに、また下降時のリスクも大きく、かつ新株引受権の行使期間内に行使しない場合には、ワラントは無価値となる。それゆえ、ワラントは、ハイリスク・ハイリターンの投資商品である。

ところでこのワラントについては、近年その投資勧誘をめぐって証券会社と一般投資家との間でしばしばワラントの崩壊によりワラント価格が急激に下落したことからワラントが一層増加し社会問題化するに至つていた(証券市場におけるワラントの扱いおよび取引規制については、森田章「新株引受権証券と投資者保護」同志社法学二二一頁以下、山下友信「証券投資の勧誘と説明義務」金法一四〇七号二七頁以下参照)。

二 ワラント投資に関する損害賠償請求についての裁判例としては、①大阪地判平成四年六月二二日(判タ八〇九号一六五頁)、②東京地判平成五年五月二二日(判タ一四六六号一〇五頁)、③名古屋簡判平成五年六月三〇日(判タ八四八号二六六頁)、④東京地判平成六年二月四日(金判九六七号三八頁)、⑤大阪地判平成六年二月一日(判タ八四二号二七六頁)、⑥大阪地判平成六年三月三〇日(本件)、⑦東京地判平成六年六月三〇日(資料版/商事法務二七号一七六頁)、⑧大阪地判平成六年九月一四日(判タ八七五号一七一頁)、⑨大阪高判平成七年四月二〇日(金判九七二号三頁)⑩の控訴審判決がある(その他雑誌等公刊物未掲載のケースについては、三木俊

博「橋田寛一」田端聡「証券投資勧誘と民事的違法性」判タ八七五号三七頁以下参照。これらの裁判例のうち、①、②、⑥、⑦では、証券会社等によるワラント勧誘の違法性が否定されているが（ただし、⑦ではオプション取引についての説明義務違反は肯定されている）、その他はいずれも肯定され、損害賠償請求が認められている。右に挙げた裁判例では、いずれも証券会社ないしはその使用人による一般投資家に対するワラント投資についての勧誘行為が問題とされており、投資家に対する勧誘の違法性の有無が争われていたが、その論点は主として説明義務が尽くされたか否かという点である。すなわち、前記の裁判例の多数においては、証券会社は投資勧誘に際して投資商品の概要やその取引にともなう危険性について説明する義務を負うものとされ、その義務が尽くされたか否かが、勧誘行為の違法性の有無の決め手となっている（前記①、②、⑦の裁判例では、説明義務を負うことが明示されていないが、具体的な判断では十分な説明がなされたか否かが問題とされている。特にワラントのようなハイリスクな商品については、前記の多くの裁判例では説明義務の程度はかなり高いものとされ、少なくともワラントのハイリスクであることおよび権利行使期限を過ぎた場合は無価値になることについては、投資家の従来の証券投資の経験、財産状況等に依りて理解のいくように十分説明がなされることが必要であるとされている。結局責任肯定の事案では、右の説明が投資家の置かれた状況との関係で不十分であるとされ、注意義務の違反が認定されている。もっとも、その中には投資家の財産や経験、置かれた環境等からみて過大あるいは不適切な勧誘の疑いもあるという点③、④や断定的な判断の存在も加味されて④、勧誘行為の違反が認定されたと思われる事案も存在する。

また説明義務の他に、右の裁判例においては、投資勧誘に際して当該投資家の意向、投資経験および財産状況にもっとも適合した投資が行われるよう、証券業者に注意を要求する適合性の原則に対する違反の有無を問題としているケースもいくつか見られる。右の裁判例における事案の当時においては、適合性の原則は行政指導（投資者本位の営業姿勢の徹底については昭和四九・一二・二蔵証第二二一号通達）や業界の自主規制（公正値買規則九号三、四条（現行四、五条））によって証券会社に対してその遵守が要請されるに留まっていたが（現在は、平成四年の証券取引法改正により、同法五四条一項一号に明文化されている）、右のいくつかの裁判例ではこれらの規制の存在を前提として適合性の原則の適用を認めている（明示はしていないが、事実上判断基準に取り入れていたと解し得るものとしては②、⑥、⑧。明示はしていないが、右の行政的規制等に定める適合性の原則に違反したことが直ちに私法上の責任を生ずることまで認めているわけではなく、適合性の原則に反する勧誘行為については、当該取引の危険性の程度やその他取引がなされた事情如何に応じ、私法上の責任が発生しうるものがあるものとして②、⑥、⑧。これに対して⑧のケースは、違反行為を形式的に見るのではなく、適合性の原則の実質的な趣旨に反する場合には、民事責任の問題が生じ得ると解する場合であり、他の裁判例とはやや異なる判断をしている。いわば、適合性の原則の適用を認めつつも、その違反による民事責任の発生については、さらにワン・クッションにおいて判断しているものといえる。

三 本判旨も、前述のように証券会社勧誘行為の妥当性につき、主として説明義務の履行と適合性の原則に合致するかどうかという面から判断している。前者の説明義務については、商品概要および取引に伴う危険性について十分説明することが必要であるとしているが、具体的な事案の判断としては説明義務違反を否定している。確かに、本件ではY₂によるワラントについての一応の説明が勧誘の度になされているが、説明を直接受けたAがワラントのハイリスクであることについては十分理解をしていたかどうかについては判旨の認定の下においてもなお疑問がないわけではない。特に、本件ワラントの買付けに際しては、当時の公正値買規則九号五条（現行六条）によつて予め交付すべきことが要求されていた説明書を取引後に送付していたこと等を併せ考えると、判旨の判断については、なお若干の疑問が残る。

また適合性の原則の適用に関しては、判旨は、その適用を認めつつも、勧誘行為がその原則に違反しても直ちに民事責任を生ぜしめるわけではなく、勧誘行為が違法となるためにはさらに当該取引の危険性の程度やその他取引がなされた具体的な事情如何によるとしている。適合性原則違反と民事責任に関する本判旨の考え方は、前述の他の裁判例と共通するものであるが、しかしこのような適合性の原則を適用しつつも、その違反と民事責任の発生とを切り離して、異なった基準で考えるのは妥当ではないであろう。ただし適合性の原則はすでにわが国の証券取引制度において定着化しており、特に一般投資家保護の観点からは、単なる倫理的な準則の域を超えて、証券業者の勧誘に際して当該顧客に対して具体的に遵守すべき法的な注意義務として確立しているものと考えられるからである。したがって、その違反は当該顧客に対して当然民事責任を発生せしめるものと解すべきである（学説上も適合性原則違反に民事責任を結びつける考え方が有力になつてきている（鈴木竹雄「河本一郎・証券取引法（新版）」三七頁、渡辺正則「ワラント取引における投資勧誘と投資者保護」判タ八七〇号一八頁等参照）。ただし神崎克郎「勧誘と顧客の適合性」河本一郎・大武泰南・神崎克郎編・新証券取引ハンドブック一七二頁は、適合性原則の法的義務性を否定する。なお前記説明義務違反を含めたこれらの民事責任が不法行為責任なのか、債務不履行責任なのか議論のあるところであるが、この点については、山下友信「証券会社の投資勧誘」河本一郎先生還暦記念・証券取引法大系三四頁以下参照。もっとも、いずれに解するとしても、本件では勧誘行為が適合性原則に反するものではないとされ、判旨の判断に従う限り、Xの損害賠償請求は否定されることになるが、ただこの点についてはX等の投資の意向が常に安全な取引にあったということ、従来の投資経験が株式の現物や投資信託であったということなどを考慮すれば、適合性原則違反を認めなかった判旨の判断は疑問であるとする指摘（三木・橋田・田端・前掲三三頁参照）もなされている。

〈参考文献〉

河本一郎「証券・商品取引の不当勧誘と不法行為責任」上柳克郎先生還暦記念・商事法の解釈と展望所収
清水俊彦「投資勧誘と不法行為」判例タイムズ八五五号
松原正史「投資勧誘における自己責任原則・適合性原則」説明義務」島大法学三八巻四号

まえだしげゆき
（前田重行）
法政大学
教授